

节能环保企业债券融资的机制创新探讨

Discussion on Mechanism Innovation of Energy-saving Environmental Protection Enterprises Bond Financing

摘要 在国家全面推进大气、水、土壤行动计划的情况下，节能环保产业将面临重要的发展机遇，同时也面临着拓宽融资渠道的挑战。本文将探讨在现有的债券融资框架下，如何对现有企业债券机制进行创新，以期为提高我国节能环保产业利用企业债券融资提供借鉴。

关键词 节能环保企业；债券；融资；机制创新

DOI:10.14026/j.cnki.0253-9705.2016.z1.014

■文/刘江帆

引言

近年来，国家大力支持发展节能环保产业，并将节能环保产业作为战略性新兴产业，着力打造成为促进经济发展的一个重要增长点。节能环保产业的良性发展是实现环境保护、经济可持续发展的基础。当前，在国家新《环境保护法》实施，《大气污染防治行动计划》《水污染防治行动计划》相继颁布，土壤立法和“土壤污染防治行动计划”列入日程的背景下，市场对节能环保的需求不断增加。由于环境保护具有外部性，在法律法规、标准等还不完善的情况下，我国的节能环保产业一直属于政策支持性产业，市场化程度不高，社会资本参与积极性低，导致全社会化环保投入整体水平较低。根据《2014年中国统计年鉴》，2010—2013年我国环境污染治理投资总额达到24884亿元；据此预计，“十二五”期间环境污染治理投资可达到5万亿。但即便如此，环境污染治理投资占国内生产总值仍然低于2%。“十三五”期间，在国家全面推进大气、水、土壤污染防治行动计划的要求下，环境污染治理投资将进一步加大。然而在当前经济体制改革的背景下，公共财政支出方式和范围有所调整，市场配置资源

的范围越来越广泛，将会改变节能环保产业依赖财政投入的局面，进一步加快节能环保产业市场化步伐。

节能环保产业的发展离不开众多的节能环保企业。对于一个企业来说，资金是其发展的根本保障。而节能环保企业融资结构不合理、融资成本高的现象突出，严重制约节能环保产业的发展。究其原因，一方面由于节能环保项目投资回报低、实施期限长、市场机制还不健全等因素，造成了社会资本参与积极性不高；另一方面由于节能环保企业多数规模较小，中小企业比例较高，银行、债券等严格以信用为基础的金融体系支持力度较弱。因此，促进节能环保产业发展，需要解决中小企业融资的问题。

当前我国融资市场中间接融资的比例仍比较高。2014年国务院办公厅颁布《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》，提出要大力发展直接融资。债券融资是企业直接融资的重要组成部分。通过债券融资机制的创新，满足节能环保企业融资的要求，使得债券融资成为节能环保企业融资的重要渠道，改善中小企业资本结构和经营困境，因此，探讨节能环保企业债券融资体制的创新模式是非常有必要的。

企业债券市场现状

债券市场简述

我国债券市场自1981年开始至今，已经发展了30多年，债券市场法律框架、交易结构、债券种类等都在不停地改进和完善。其中重要的债券品种主要有政府主导发行的债券，如国债、地方债券等；企业主导发行的债券，如中期票据、企业债券、公司债券等；还有金融机构主导发行的债券。由于特定的审批管理权限导致我国的债券市场被人为分割，如公司债券由证监会审批，企业债券由发改委审批。各主管部门的管理方式不同，审批条件也不一致（具体见表1）。

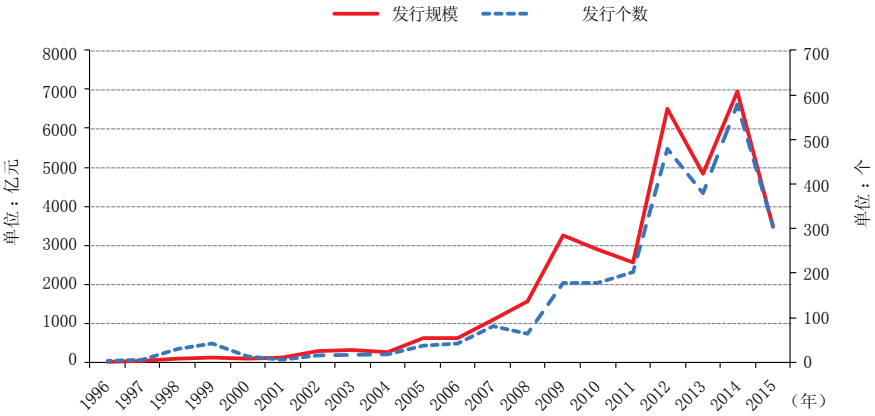
企业债券现状

企业债券发行历史较早。1993年国务院颁布的《企业债券管理条例》作为基本的企业债券法律法规，明确了企业债券的发行主体、条件、审批等内容。此后，为了规范和引导企业债券市场，国务院、国家发改委、银监会等相关部门均颁布了一系列的制度 and 部门规章，主要在于简化企业债券的审批程序、规范企业债券发行主体等方面内容。企业债券在提出初期一段时间内，发行规模和数量增长幅度较小。自2008年金融危机后，为稳定经济增长、发挥企业债券融资

表1 不同债券类别和监管机构情况

债券类别		监管机构
政府债券		人民银行、财政部、证监会
中央银行债		人民银行
金融债券	政策性银行债、特种金融债券	人民银行
	商业银行债券、非银行金融机构债券	银监会、人民银行
	证券公司债、证券公司短期融资券	人民银行、证监会
短期融资券、中期票据		交易商协会（自律管理）
资产支持证券		银监会、人民银行
企业债		国家发改委、人民银行、证监会
国际机构债券		人民银行、财政部、国家发改委、证监会
可转换债券		人民银行、证监会
上市公司债		证监会
中小企业私募债		交易所（自律管理）

注：信息引自中国债券信息网（网址：<http://www.chinabond.com.cn/d2s/index.html>）



注：数据源自wind数据库

图1 1996—2015年企业债券发行数量及规模

优势，国家主管部门发布了相关刺激政策，从图1可以明显看出2009年与2008年相比，发行数量和规模成倍增长。但是目前由于受到经济增长放缓和城投债剥离地方债务的影响，企业债券在2015年发行量明显下降，甚至低于2013年的发行规模和数量。同时，与中期票据、公司债券等其他相类似的直接融资工具相比，企业债券在审批流程、募集资金使用方式、监管方式、融资成本上均无明显优势，使得企业债券发行规模不断萎缩。

为了解决中小企业融资问题，相

关部门提出中小企业集合债券，通过统一组织、增信、打包发债的方法，解决单个中小企业资金需求规模小、成本高等难题。但是由于发行集合债券需要当地政府来组织协调，并且容易出现链条式违约，该类债券自提出后整体效果不明显，市场认可度低，发行量和募集资金量非常小。

在稳增长、促发展的背景下，为了加快基础设施建设，推动政府和社会资本合作模式（PPP），在重点领域引入社会资本，2015年7月29日，国家发改委办公厅印发《项目收益债

券管理暂行办法》，成为继企业债之后的又一个直接融资方式创新。项目收益债券从根本上属于企业债券的一种，但是由于弱化了企业主体信用，着重项目的收益率作为债券发行条件，一定程度上降低了企业发行债券的门槛。

节能环保产业融资现状

节能环保产业的市场特点

根据节能环保产业链条，可以将节能环保产业细分为前期咨询服务、承包建设、设备制造、设施运行、监测等类；按照企业特征可划分第三方治理（具备治理技术，可开展建设、运行、监测）、环境综合类服务商（具备投融资、建设、运行、监测等全过程管理能力）、单一的环境服务提供商（主要提供咨询服务、治理设备、药剂等）等；按照项目特点来划分，主要有环境基础设施建设（污水处理、垃圾处理、再生水利用、污泥处理等）、工业污染治理、循环经济和清洁生产、节能、存量污染治理（河道底泥、土壤污染、重金属污染、生态修复）等。

从企业特征来看，节能环保产业倾向于将产业链进行融合或拉长形成环境综合服务商，具备项目全生命周期的管理能力，可以提高企业的运行效率和竞争力。

从项目特点划分来看，除了存量污染治理比较复杂外，其他的节能环保项目存在“使用者付费”的市场机制，如污水处理费和垃圾处理费，工业污染治理遵循“谁污染、谁付费”的原则等。尽管有些项目的收费还不能满足社会资本的收益率要求，但是仍可以通过一定的政府付费来满足。

融资手段分析

节能环保产业属于政策推动型产

业, 财政投入是节能环保产业的重要融资来源。在目前的财政投入中, 财政资金主要有直接补贴、贴息两种方式, 而财政资金往往补助比例较低, 且存在资金申请程序复杂, 到位时间和使用时间错位等现象, 很多时候对于企业来说变成了“远水”, 很难满足企业的融资要求。除了财政投入之外, 现有的节能环保企业通过公开募股 (IPO)、发行债券、银行贷款、私募股权投入、绿色基金等多种渠道融资, 同时一些企业通过在国外市场发行绿色债券, 获得低成本和长期性的资金。此外, 在我国目前正在开展一些创新性的环保投融资方式, 如绿色信贷、节能环保产业基金、绿色信托等, 但仍处在发展初期, 需要一段时间的培育来让市场来认可。

节能环保企业债券融资存在的瓶颈问题

节能环保项目收益低, 且存在不确定性。节能环保项目多数属于基本公共服务, 收益率过高会加大公众负担。同时, 部分环保项目可通过设施运行形成稳定的收益来源, 而一些存量的污染治理属于一次性建设, 投资收益与政府支付能力、政府信用、企业谈判能力有很大关系, 具有很大的不确定性。

缺乏增信手段。我国节能环保产业多数为中小企业, 自身信用等级较低, 项目形成的资产多为设备、土建等, 变现能力弱, 且节能环保项目形成的资产体现的是环境资产和环境效益, 不能作为信贷机构的担保条件。

绿色金融体系还不完善, 金融创新程度不足。尽管绿色债券、绿色信贷、绿色信托等多种金融创新产品在不断地提出, 但是还处在初级阶段。因缺乏绿色金融体系的配套措施, 对绿色金融产品的认定还不完善, 市场

对绿色金融产品的认知还需要时间。

节能环保产业债券融资的机制创新

当前国家主管部门推广项目收益债券, 其主导方向在于弱化企业信用主体, 强调项目收益, 以保障还本付息。这缓解了一部分企业信用等级不够的问题, 而对于节能环保产业来说, 仍然需要进一步的机制创新, 才能够满足其融资需求。

创新项目打包发债模式

节能环保产业具有项目分散、投资小等特点, 单个项目发行债券无法体现融资效益。特别是区域和流域综合治理, 往往是由多个不同类型的污染治理项目组成, 且项目收益大小不同。在将项目打包后, 交由第三方污染治理企业或环境综合服务商, 整体收益满足项目收益债券发行要求, 那么第三方治理企业或环境综合服务企业按区域、流域或同类型项目进行打包发债。

这种模式一方面解决了节能环保项目单个项目融资的问题, 同时也从另一个方面鼓励地方政府与第三方污染治理企业或环境综合服务企业签订以整个区域或流域环境目标为绩效考核的合同, 实现区域或流域的环境改善, 也有利于提高节能环保产业集中度, 培养综合性的节能环保企业。

创新多种担保和增信途径

针对节能环保企业担保和增信措施少, 资产流动性差等问题, 企业发行债券可选择多种担保和增信模式, 包括企业资产及已形成的环保资产抵质押、特许经营权、明确政府年度预算内支出、政府可行性缺口补助条款、建立环境治理而带来的配套土地开发或出让收入转移机制、政策性担保等方式。为了达到实际的增信效果, 这些措施应依照相关政策规定形

成法律合同或政策公文, 并且可用于担保的资产应没有其它抵押、质押等担保权利的限制。

创新债券设计

针对节能环保项目建设期长、前期收益率低、收益不稳定等特点, 特别是用户付费不能满足项目收益的情况下, 发债企业可根据节能环保项目建设和资金回流的具体情况, 合理灵活设置债券期限、选择权及还本付息方式。针对部分节能环保项目投资期限不确定性的特点, 企业可发行可续期债券, 在期限内灵活确定是否续期或续期期限。

结论

在当前已有的债券融资框架下, 节能环保产业债券的发展尚存在一定的瓶颈, 主要是节能环保项目自身收益不高、企业主体信用评级较低、相关担保机制还未建立完善等; 同时市场上专门针对节能环保企业的绿色金融体系还未建立完善。当前, 针对节能环保产业的特点, 通过流域或区域综合治理项目打包发债、创新多种担保或增信模式、创新债券设计等机制创新, 一定程度上可以满足节能环保产业债券融资的需求。绿色金融体系是生态文明建设的重要内容, 绿色债券的政策推出及相关市场配套机制的建立会进一步推动节能环保企业的直接融资, 为实现绿色发展和生态文明建设打下基础。HB

主要参考文献

- [1] 国家统计局. 2014年中国统计年鉴[M]. 北京: 中国统计出版社, 2014.
- [2] 杜鹃. 我国环保企业融资问题研究[J]. 时代金融, 2013(11): 204-205.

(作者单位: 厦门大学环境与生态学院)